

## LOS INVERSORES DEL SECTOR MICROFINANCIERO

M<sup>a</sup> del Carmen de la Orden de la Cruz, [carmen.delaorden@urjc.es](mailto:carmen.delaorden@urjc.es)

Universidad Rey Juan Carlos

Itziar Jiménez Barandalla, [iciar.jimenez@urjc.es](mailto:iciar.jimenez@urjc.es), Universidad Rey Juan Carlos

Paola Plaza Casado, [paola.plaza@urjc.es](mailto:paola.plaza@urjc.es), Universidad Rey Juan Carlos

### RESUMEN

El sector microfinanciero ha experimentado un importante desarrollo en los últimos años favorecido por el impulso de la inversión socialmente responsable y también, por el exceso de liquidez que ha habido en el sistema financiero global. Las denominadas Instituciones Microfinancieras son los agentes clave de este desarrollo y su doble objetivo de rentabilidad no sólo social, sino financiera; les ha configurado como la principal vía de inversión, si bien, se han desarrollado otros canales y productos financieros directos o indirectos. El espectro de inversores, tradicionalmente públicos, también se ha ampliado, incorporándose aquellos de carácter comercial e incluso especulativo en su búsqueda de nuevas alternativas de inversión atractiva. De este modo, se ha abierto un nuevo campo financiero, no exento del debate ético por el objetivo primordial que hay detrás del sector microfinanciero: la reducción de la pobreza en el mundo.

### PALABRAS CLAVE

Inversiones alternativas, inversor, instituciones microfinancieras, microfinanzas.

### TITLE OF THE PAPER

### THE INVESTORS OF THE MICROFINANCE SECTOR

### ABSTRACT

The microfinance sector has had an important development in the last years ought to the growth of the socially responsible investment and also, by the excess of global financial liquidity. Although there are other channels and other financial products, direct and indirect, what we called MicroFinancial Institutions have been the key agents for this development and their double objectives on profitability, social and financial has enable them to become the principal way to invest. The investment range that traditionally has been public has expanded into commercial and speculative investors in search of new attractive investment alternatives. So, a new financial area has opened; including the ethical discussion on the main objective behind the microfinancial sector: Reduction of poverty in the world.

### KEY WORDS

Alternative invesment, investor, microfinance institutions, microfinance.

## **1. EL SECTOR MICROFINANCIERO COMO UNA INVERSIÓN ALTERNATIVA.**

En los últimos diez años, el desarrollo de la ingeniería financiera ha supuesto el diseño de productos financieros de tercera generación. Estos avances junto con el fenómeno de la globalización han llevado a un desarrollo en paralelo de otro tipo de inversiones calificadas como alternativas, basadas en innovadoras formas de gestión, tales como los fondos de inversión libre (“hedge funds”), los “zeros” (carteras con valor neto cero), los “reits” (“real estate investment trust”), los VCs (“venture capital”) y los “private equity investors”; o en la creación de productos financieros ligados a otro tipos de riesgos como los precios de las materias primas, de los inmuebles (incluso de forma muy especializada como son los denominados “student property funds”), o de los bienes de colección. Dentro de este ámbito, podríamos encuadrar los activos financieros ligados a las microfinanzas, un sector que ha crecido significativamente en los últimos años debido al mayor peso que se le ha ido dando a la llamada “inversión socialmente responsable”, constituyéndose en una de las alternativas existentes.

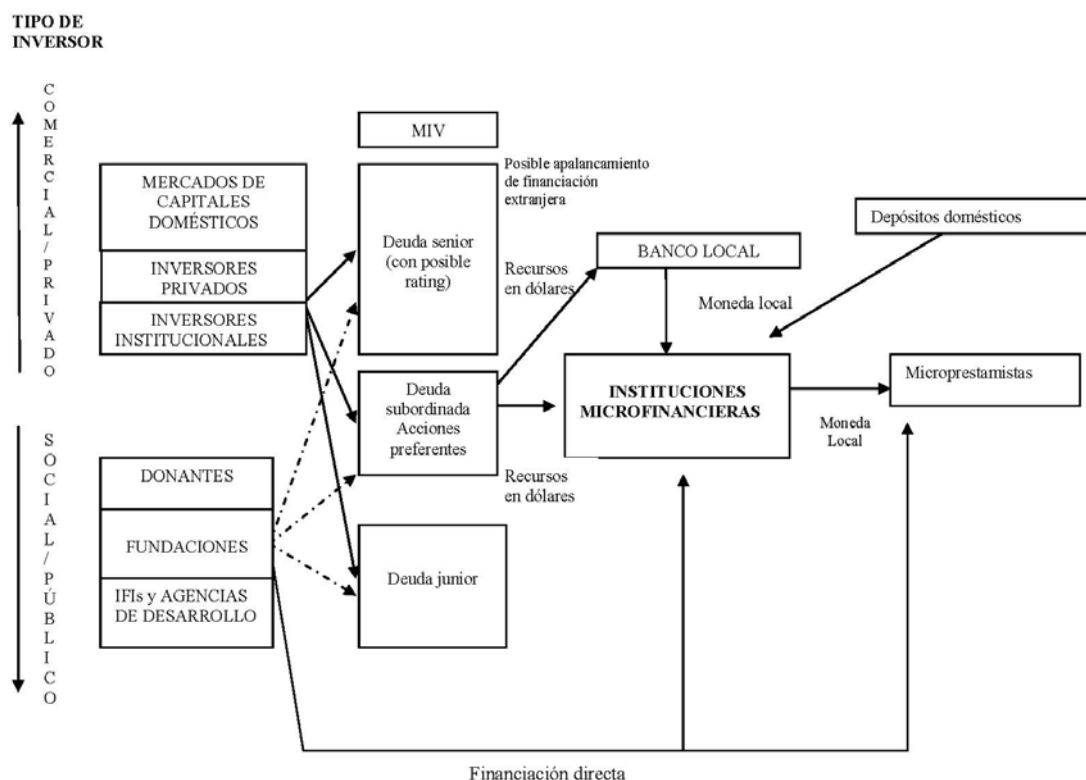
Las microfinanzas no son algo nuevo en el mundo financiero, pero no han sido realmente conocidas a nivel general hasta hace pocos años, debido en buena medida a la proclamación del 2005 como el año del Microcrédito por parte las Naciones Unidas y al reconocimiento mundial que posteriormente recibió su creador, el economista Mohammad Yunus y el Banco Grameen, con el Premio Nobel de la Paz en 2006. Desde los primeros pasos iniciados por él mismo en 1973 con la concesión de microcréditos a los pobres de una pequeña aldea de Bangladesh, origen del Banco Grameen (el llamado banco de los pobres), han pasado casi cuatro décadas en las que se ha producido un gran desarrollo y expansión. La demostrada viabilidad de esta herramienta de lucha contra la pobreza ha supuesto una creciente profesionalización en todos los ámbitos, configurándose como un sector novedoso y necesariamente alternativo a la banca tradicional, ya que cubre las necesidades financieras de aquella parte de la población que quedaba excluida por las entidades financieras.

La inversión en el sector microfinanciero puede realizarse a través de varios canales. La forma tradicional y principal ha sido la inversión directa en las Instituciones Microfinancieras tomando participaciones en el capital social, convirtiéndose en socios con derecho a voto y formando parte de la junta directiva (vía no accesible en el caso de ONGs o cooperativas). Otra posibilidad ha sido mediante la entrada en el mercado de capitales adquiriendo acciones o bonos cotizados, ya que el crecimiento de algunas Instituciones Microfinancieras se ha financiado mediante su salida a Bolsa, como el ejemplo del Banco Compartamos en México en el año 2007; o la emisión de deuda y, en algunos casos, con alguna figura especial como en aquéllos que jurídicamente están subordinados a las exigencias de otros prestamistas o depositantes.

También se han desarrollado otros canales indirectos, como los productos financieros diseñados por la banca tradicional. Este es el caso de figuras que están en el mercado desde hace varios, como los fondos

de inversión privados, los éticos o incluso, especializados en este sector; y de las titulaciones de los microcréditos concedidos por Instituciones Microfinancieras de alta calidad.

Figura 1. Estructura de instrumentos de deuda de las Instituciones Microfinancieras.



Fuente: Deutsche Bank Research. Dieckmann, R.(2007): *Microfinance: an attractive dual return investment opportunity*. The Capco Institute. The Journal of Financial Transformation.

## 2. LAS INSTITUCIONES MICROFINANCIERAS COMO PRINCIPAL VÍA DE INVERSIÓN EN EL SECTOR.

Las denominadas Instituciones Microfinancieras<sup>1</sup> constituyen la versión de las entidades financieras tradicionales con unos criterios de gestión diferentes, siendo los principales agentes impulsores de este sector. Su necesidad de crecimiento orgánico les ha llevado a explorar nuevas vías de financiación a través de los mercados de capitales, al tiempo que ha atraído una mayor atención por parte de la banca tradicional.

El crecimiento del número de Instituciones Microfinancieras ha sido muy fuerte en los últimos años, aunque se está produciendo de forma muy concentrada tanto por tamaño como por distribución geográfica; además, cabe señalar las dificultades que hay en su contabilización, ya que existen diferentes

<sup>1</sup> Sobre el origen, las características y los tipos de Instituciones Microfinancieras véase Lacalle, M.C. (2008): *Microcréditos y pobreza*. Ediciones Turpial. Madrid. Capítulos 2 y 3.

criterios (tamaño, nivel de formalidad, etc.) para considerarlas como tales, por lo que las cifras no son homogéneas. Desde las 28 instituciones que estimó Microbanking Bulleting en el año 1997, actualmente se calcula que hay unas 10.000 considerando todo el espectro de instituciones como uniones de crédito, ONGs, cooperativas, agencias de gobiernos, bancos comerciales privados o públicos, y otras más informales y pequeñas<sup>2</sup>. Sin embargo, el aumento del grado de penetración en el mercado no ha ido al mismo ritmo y todavía sigue siendo muy bajo. Microcredit Summit Campaign estimaba unos 13,5 millones de clientes en 1997, llegando a superar los 100 millones de familias en 2007<sup>3</sup>. Estas cifras son reducidas aún, si se tiene en cuenta que el potencial de clientes podría llegar a ser de unos 3 m.m. de personas en el mundo, siguiendo el criterio más amplio de pobreza. Las tasas de penetración más altas que se registraban en 2005 eran del 9 por ciento en Bangladesh (unos 150 millones de personas), 4,5 por ciento en Bolivia (9 millones) o del 3 por ciento en Perú (28 millones)<sup>4</sup>.

De cara al futuro, se estima que el potencial de crecimiento de las Instituciones Microfinancieras en los próximos 10 años será de 10 veces su tamaño actual, con más de 500 millones de clientes directos y un total de activos de 200 a 300 m.m. de dólares (DiLeo y FitzHerbert, 2007). Estas cifras ponen de manifiesto la necesidad que ya están teniendo las Instituciones Microfinancieras de acudir a fuentes de financiación alternativas a las tradicionales como las donaciones y subvenciones.

Actualmente, la inversión en Instituciones Microfinancieras todavía es muy escasa, pero la tendencia es creciente, y se configura como una alternativa para los inversores, no sólo para los denominados socialmente responsables, sino para aquellos que buscan oportunidades en los mercados emergentes o nuevos activos con rentabilidades atractivas. Los datos disponibles respecto al volumen de inversión en Instituciones Microfinancieras corresponden a cierre de 2006, donde se alcanzaron los 4 m.m. de dólares<sup>5</sup>, produciéndose un fuerte incremento desde los 1,6 m.m. de dólares registrados en 2004. El sector microfinanciero y, en concreto, las Instituciones Microfinancieras con su doble objetivo de rentabilidad económica y social, constituyen una buena alternativa para la denominada Inversión Socialmente Responsable. Este nuevo concepto ya mueve un volumen superior a los 4 billones de dólares (Reille y Forster, 2008) y en Estados Unidos ya se registraban a cierre de 2007 más de 2 billones de dólares<sup>6</sup>.

---

<sup>2</sup> Dieckmann, R.(2007): *Microfinance: an attractive dual return investment opportunity*. The Capco Institute. The Journal of Financial Transformation.

<sup>3</sup> Este logro afecta a unos 500 millones de miembros de familia. Uno de los objetivos del Desarrollo del Milenio es que 175 millones de familias accedan a los microcréditos en 2015. Daley-Harris, S. (2009): *Campaña de la Cumbre del Microcrédito 2009*. Campaña de la Cumbre de Microcrédito. Washington.

<sup>4</sup> DiLeo, P. and FitzHerbert, D. (2007): *The Investment Opportunity in Microfinance*. Grassroots Capital Management, LLC

<sup>5</sup> Reille, X. and Forster, S. (2008): *Foreign Capital Investment in Microfinance: Balancing Social and Financial Returns*. CGAP, the Consultative Group to Assist the Poor

<sup>6</sup> Social Investment Forum (2008): *Report on Socially Responsible Investment Trends in the United States*. Washington

### **3. TIPOLOGÍA DE INVERSORES EN EL SECTOR MICROFINANCIERO.**

En el sector microfinanciero hay básicamente dos tipos de inversores: los de carácter público por motivos sociales y los privados, con un enfoque predominantemente comercial. Aquéllos constituyeron el punto de partida del sector y están formados por agencias financieras oficiales de desarrollo de carácter internacional o nacional. Mientras que en los inversores privados se distingue entre los particulares y los institucionales. Los inversores particulares forman un grupo que invierte directamente a través del mercado de capitales o mediante plataformas de intermediación o, de forma indirecta, a través de los productos financieros desarrollados por la banca; los institucionales se configuran bajo las diversas figuras tradicionales (bancos, fondos de inversión, compañías de seguros y fondos de pensiones), e incluso en los últimos años, se han incorporado otros de carácter más especulativo. En definitiva, la presencia de prácticamente todo tipo de inversores en el sector microfinanciero pone de manifiesto el creciente atractivo de las Instituciones Microfinancieras y su potencial de desarrollo.

#### **3.1. LOS INVERSORES DE CARÁCTER PÚBLICO.**

Los inversores de carácter público constituyen el grueso de la inversión en las Instituciones Microfinancieras. Forman parte de las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs), denominándolas Instituciones Financieras de Desarrollo (Development Financial Institutions, -DFI-). Fueron creadas a finales de la década en los 90, siguiendo a las grandes agencias de donación y establecidas a nivel internacional, participadas por entidades supranacionales; o a nivel nacional, por gobiernos con una participación en el capital superior al 50 por ciento. En todos los casos, el objetivo final es el impulso de la ayuda al desarrollo económico de los países más atrasados.

Actualmente, hay diecinueve instituciones articuladas bajo varias figuras. Por una parte, se distinguen los organismos multilaterales como el BERD (Banco Europeo para la Reconstrucción y Desarrollo), el BID (Banco Interamericano de Desarrollo) y la CAF (Corporación Andina de Fomento). Y por otra, los bilaterales entre las que destacan AECID (la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo) e ICO (Instituto de Crédito Oficial) en España, KfW en Alemania (Kreditanstalt für Wiederaufbau), AFD en Francia (Agence Française de Développement), FMO en Holanda (Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden), BIO en Bélgica (Sociedad Belga de Inversión para los Países en vías de Desarrollo) y OPIC en EE.UU. (Overseas Private Investment Corporation).

Estas instituciones invierten en Instituciones Microfinancieras como parte de sus objetivos de ayuda al desarrollo. A finales de 2006, ya alcanzaban los 2,4 m.m. de dólares y se espera que crezca a una media anual del 30 por ciento<sup>7</sup>. Sin embargo, hay una elevada concentración a la hora de invertir tanto en instituciones como en regiones; cinco de las diecinueve DFIs suponen el 72 por ciento de las inversiones: IFC (12 por ciento), KfW (29 por ciento), AECI (11 por ciento), FMO (7 por ciento) y BERD (13 por

---

<sup>7</sup> CGAP (2006): *Public Investor Microfinance Portfolio*, November.

ciento) (Rellie y Forster, 2008) y casi el 90 por ciento del total va a Latinoamérica, Europa del Este y Asia<sup>8</sup>.

Cuadro n° 1. Principales Instituciones Financieras Internacionales

Instituciones Financieras Internacionales	Sector Público como accionista	Porcentaje capital propiedad del Sector Público	Área geográfica de trabajo
<b>Multilaterales</b>			
<b>Corporación Andina de Formento (CAF)</b>	Gobiernos latinoamericanos y español.	99,9 por ciento 0,1 por ciento propiedad de instituciones financieras privadas	Países andinos
<b>Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD)</b>	Gobiernos miembros UE, BEI y UE	100 por ciento	Europa del Este y Asia Central
<b>Banco Europeo de Inversiones (BEI)</b>	Gobiernos miembros UE	100 por ciento	África, Caribe, Pacífico
<b>Corporación Financiera Internacional (CFI)</b>	Diversos Gobiernos	100 por ciento	Global
<b>Banco Interamericano de Desarrollo-Multilateral Investment Fund (BID-MIF)</b>	Diversos Gobiernos	100 por ciento	Latinoamérica y Caribe
<b>Inter-American Investment Corporation (IIC)</b>	Diversos Gobiernos	100 por ciento	Global
<b>Bilaterales</b>			
<b>Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)</b>	Federación alemana Gobierno 80 por ciento Estados alemanes 20 por ciento	100 por ciento	Global
<b>Agencia Española de Cooperación Internacional (AECI)</b>	Gobierno español	100 por ciento	Global, especialmente en Latinoamérica
<b>BIO</b>	Gobierno belga Belgian Corporation for International Investment.	81,5 por ciento	Global
<b>Netherlands Development Finance Company (CFO)</b>	Gobierno de Holanda	51 por ciento	Global

Fuente: Webs de las IFI y CGAP. Abrams, J. and Stauffenberg, D. Role Reversal. Are Public Development Institutions Crowding Out Private Investment in Microfinance? MicroRate, MF Insights, February 2007.

<sup>8</sup> Ivatury, G. y Abrams, J (2005): *El mercado para la inversión extranjera en el sector de las microfinanzas: oportunidades y desafíos*. CGAP Enfoques n° 30, agosto.

Su política de inversiones es bastante conservadora, dando preferencia a los activos de bajo riesgo y a las Instituciones Microfinancieras reguladas. La estructura de las carteras se basa más de la mitad en deuda, un cuarto aproximadamente en participaciones de capital, y el resto se reparte al 50 por ciento entre garantías y financiación estructurada (Reille y Forter, 2008).

### **3.2. LOS INVERSORES PRIVADOS: PARTICULARES E INSTITUCIONALES.**

Los inversores privados constituyen también otra parte importante como fuente de recursos para las Instituciones Microfinancieras, pudiendo distinguirse entre aquellos que son particulares tanto a nivel mayorista como minorista, y los institucionales.

En el caso de los inversores privados particulares se articulan bajo diversas formas. Uno de los grupos más significativos por su importancia y volumen de recursos son los filántropos, que generalmente canalizan las inversiones a través de fundaciones privadas. Este es el caso de Pierre Omidyar (fundador de eBay), Bob Patillo (Gray Ghost Fund) o el propio Mohammad Yunus (Grameen Foundation). Incluso algunas fundaciones creadas para otros fines, dedican parte de sus recursos al sector microfinanciero como la Fundación de Bill Gates (fundador de Microsoft). También están presentes filiales de ONGs o las dedicadas de forma exclusiva a este sector como es el caso de Acción Internacional, MEDA o Luxmint, entre otros. Asimismo, han surgido otras instituciones de inversión “on line” a través de Internet mediante plataformas como MicroPlace<sup>9</sup> o Kiva<sup>10</sup> en las que se pone en contacto directo prestamistas y prestatarios. Y por último, hay inversores que son personas anónimas que utilizan diversos canales ligados al sector microfinanciero como los fondos de inversión, los fondos de pensiones, los productos financieros específicos o incluso las titulizaciones de microcréditos.

Respecto a este último tipo de inversores, se habla más de “inversión socialmente motivada” más que “inversión socialmente responsable”, por ser un enfoque más personal que profesional y una rentabilidad social, no financiera. En este sentido, se plantea la cuestión de juzgar si una empresa es ética o no, si invertir en una o en otra compañía basada en lo que hace o vende, realmente satisface la motivación social del inversor. En el caso de la inversión en Instituciones Microfinancieras hay un efecto social positivo directo, porque contribuye a la reducción de la pobreza, una de las motivaciones sociales de mayor importancia, por lo que hay una rentabilidad no sólo financiera, sino también social.

En el caso de los inversores institucionales privados, se trata de aquéllos que pertenecen al sistema financiero tradicional, tales como grandes bancos internacionales, fondos de inversión en general, y los éticos, en particular; compañías de seguros y fondos de pensiones, y las nuevas figuras inversoras como “hedge funds”, VCs (“venture capital”) y “private equity funds”.

---

<sup>9</sup> Fue el primer intermediario especializado en microcréditos registrado en la Securities Exchange Commission (la Comisión Nacional del Mercado de Valores de EE.UU.) <https://www.microplace.com/>

<sup>10</sup> Se lanzó en 2005 y actualmente hay más de 180.000 inversores individuales <http://www.kiva.org>.

Los primeros inversores institucionales en Instituciones Microfinancieras fueron los grandes bancos comerciales internacionales, a través de lo que entonces eran departamentos filantrópicos, como Citigroup o Deutsche Bank. Además de ser inversores, también empezaron a prestar otros servicios a las Instituciones Microfinancieras como préstamos, garantías y asistencia técnica. En este último caso, ha supuesto una mayor profesionalización del sector microfinanciero gracias a la adaptación de las técnicas de la banca tradicional a las Instituciones Microfinancieras, como las emisiones en mercado de capitales locales y las titulizaciones. Citigroup en 2005 promovió el desarrollo de la financiación en mercados locales con Mibanco de Perú, que hizo su primera emisión de bonos privados de este tipo de instituciones, o Compartamos de México, con la primera emisión de bonos con grado inversión. En Bangladesh, hizo las titulizaciones de BRAC y en Rumanía, diseñó el primer préstamo sindicado para ProCredit Bank. Los ya desaparecidos bancos de inversión internacionales han realizado una labor de apoyo a las Instituciones Microfinancieras a través de diversos servicios como asesoramiento en financiación e inversión, intermediación y colocación de emisiones. Este fue el caso de Credit Suisse con responsAbility Global Microfinance Fund, o Morgan Stanley con la emisión de deuda BlueOrchard Loans for Development (BOLD). El volumen de préstamos a IMFs por parte de estos inversores alcanzó los 550 millones de dólares en 2006 (Reille y Forster, 2008).

Los fondos de inversión también constituyen otro grupo de inversores que se ha ido incorporando al sector microfinanciero bajo la figura denominada MIVs (“MicroFinance Investment Vehicles”) . En concreto, se han desarrollado los fondos de inversión social privados, configurándose como una institución o empresa de inversión. Los más importantes son BlueOchard (con unos 450 millones de dólares bajo gestión), Procredit Holding AG (390 millones de dólares) y Oikocredit (260 millones de dólares). Estas instituciones se caracterizan por una alta especialización en el tipo de inversiones que realizan<sup>11</sup>. Algunos casos son Accion Investments in Microfinance, Africap o IMI AG en participaciones de capital; Dexia Micro-Credit Fund, Oikocredit, Alterfin y Novib en deuda o préstamos con garantías; y FIG o Latin America Bridge Fund incluso sólo en garantías.

El mayor problema de la gestión de los fondos es la escasez de Instituciones Microfinancieras, pues se calcula que sólo unas 300 pueden ser objeto de inversión, lo que conlleva a un riesgo de concentración. La dimensión mínima de un fondo para sobrevivir es de 20 millones de dólares; pues por debajo de esa cantidad, el fondo debe ser subsidiado para cubrir los costes de distribución y de gestión. En muchos casos, los fondos son gestionados por instituciones como Fundaciones u ONGs que desarrollan otras actividades como donaciones, por lo que el coste de administración y gestión del fondo se comparte con las de otras actividades. Algunas instituciones, como Triodos, NOVIB y Acción Internacional, gestionan fondos externos, un mecanismo para reducir los costes gracias a las economías de escala. Las comisiones de gestión suelen estar entre el 2 por ciento y el 4 por ciento, dependiendo del tamaño y la complejidad del fondo. Asimismo, las de distribución son también altas, normalmente más elevadas que las de los fondos tradicionales, debido a las características peculiares y los costes de acceso a inversores que puedan

---

<sup>11</sup> Goodman, P. (2003): *Internacional Investment Funds. Mobilising Investors towards Microfinance*. Appui au Développement Autonome (ADA), November. Luxemburg.



estar interesados; además, la venta y distribución de este tipo de fondos depende del marco legal de cada país, siendo en algunos casos, es más favorable a este tipo de inversiones que en otros.

Estos fondos de inversión en los últimos años han tenido un desarrollo importante, duplicándose entre 2005 y 2006, llegando a un total de 74 fondos en 2007. La media del patrimonio es baja, ya que el 86 por ciento gestiona menos de 20 millones de dólares. La rentabilidad de la mayoría es similar a la del mercado monetario, y en el caso de los fondos invertidos en bolsa todavía no han conseguido tasas destacadas a pesar de las elevadas rentabilidades de algunas Instituciones Microfinancieras<sup>12</sup>.

Al igual que los inversores de carácter público, estos fondos adolecen de la concentración señalada anteriormente. Los fondos que ocupan las diez primeras posiciones contabilizan más de la mitad del volumen total y un 25 por ciento de las inversiones se realizan en diez Instituciones Microfinancieras. Las carteras están primordialmente invertidas en renta fija, de la cuales el 70 por ciento están denominadas en una moneda fuerte. Otros tipos de activos como titulizaciones y CDOs (“collateralized debt obligations”) se han ido incorporando en los últimos años. Y también se produce una concentración a nivel geográfico, ya que el 80 por ciento de estos fondos están en Europa del Este, Asia Central y Latinoamérica<sup>13</sup>. Por último, el tipo de inversores en estos fondos se ha ido ampliando hasta llegar incluso a los más agresivos como los “hedge funds” o los “venture capitals”<sup>14</sup>.

Por otra parte, desde hace unos años se han creado los denominado fondos éticos, cuya política de inversión está regida por la prohibición de invertir en compañías relacionadas con el armamento, tabaco, pornografía, entre otros. El sector microfinanciero abre un campo de inversión potencial muy importante para este tipo de fondos.

Otros inversores institucionales que están ya presentes en el sector microfinanciero son las grandes compañías de seguros y fondos de pensiones. Desde hace unos años, han comenzado a invertir en las Instituciones Microfinancieras como parte de su política de Responsabilidad Social Corporativa, como es el caso de Morley en Reino Unido y AXA en Francia, o el fondo de pensiones TIAA-CREF en EEUU. Por último, también están presentes los “private equity investor” como es el caso de Sequoia, Blackstone Group, Carlyle Group, y Dubai-based Legatum. En este caso, la política de inversiones va dirigida a las Instituciones Microfinancieras que ofrecen mayor rentabilidad.

#### **4. CARACTERÍSTICAS-TIPO DE LOS INVERSORES EN EL SECTOR MICROFINANCIERO.**

Los inversores en este sector son primordialmente de carácter ético o social, aunque en los últimos años, se han ido incorporando nuevos tipos en búsqueda de inversiones alternativas no sólo para conseguir una

---

<sup>12</sup> Compartamos tuvo un beneficio del 28 por ciento y un ROE del 44 por ciento en 2008.

<sup>13</sup> Reille, X. and Sananikone, O. (2007): *Microfinance Investment Vehicles*. CGAP Brief, April.

<sup>14</sup> Business Week (2007): *Microfinance Draws Mega Players. Where Venture Capital Never Ventured Before*. July 9.

mayor diversificación de las carteras, sino también una mayor rentabilidad con un potencial importante, ya que es un mercado que no está saturado.

Tradicionalmente, tal y como se ha señalado anteriormente, las inversiones se han realizado fundamentalmente en las Instituciones Microfinancieras en forma de donaciones o préstamos subvencionados por instituciones multilaterales o cooperantes con una clara orientación social. En los últimos años, se ha ido ampliando la gama de inversores ya no sólo de carácter social sino comercial, gracias al propio desarrollo del sector, donde la profesionalización y formación han supuesto avances importantes en la eficiencia de las entidades, permitiendo conseguir rentabilidades atractivas respecto al nivel de riesgo que presentan. También en buena medida, se ha debido al exceso de liquidez existente en el sistema financiero internacional, lo que ha favorecido la asunción de inversiones de mayor riesgo.

La mayor parte de la inversión en las Instituciones Microfinancieras es eminentemente extranjera, debido a que este tipo de instituciones se han establecido en países subdesarrollados como una de las vías para reducir el nivel de pobreza. De este modo, las dificultades para financiarse en el mercado local son muy reducidas por el escaso desarrollo de su sistema financiero y el bajo ahorro interno del país. Además, hay varias razones por las cuales las propias Instituciones Microfinancieras acuden a este tipo de capital, que, siguiendo un orden de preferencia, serían: coste de financiación inferior, mayor facilidad para conseguir el capital o menor valor de las garantías solicitadas, mejor disposición del inversor para negociar, mayor plazo, rapidez en la obtención del capital, capacidad para atraer a otros inversores, asistencia técnica que conllevan y prestigio (Ivatury y Abrams, 2005). Asimismo, hay otros factores adicionales que propician ese capital extranjero por las mayores posibilidades de ofrecer una orientación estratégica, el compromiso que asumen con una misión social, la neutralidad política que generalmente presentan y la mayor experiencia técnica<sup>15</sup>.

Más de la mitad los inversores son de carácter público, aunque el sector privado ha crecido a un mayor ritmo en los últimos años. Según CGAP (Ivatury y Abrams, 2005), del promedio anual de inversión total en 2004 (alrededor de los 1,6 m.m. de dólares), el 64 por ciento correspondía al realizado por Instituciones Financieras Internacionales y el 36 por ciento al sector privado, donde la gestión de los fondos es privada, pero más de la mitad del capital es público produciéndose una inversión pública indirecta. Por tanto, en conjunto el sector público se puede decir que financia el 75 por ciento del total. En los últimos años el fuerte crecimiento de la inversión privada ha permitido que haya un mayor equilibrio entre las aportaciones del sector público con 2,4 m.m. de dólares y el privado con 2 m.m. de dólares ya en 2006<sup>16</sup>. En cualquier caso, hay que señalar la importante concentración de proveedores públicos, ya que prácticamente la mitad del total de recursos los suministran cuatro Instituciones Financieras Internacionales: la Corporación Financiera Internacional (CFI), el Banco Europeo de Reconstrucción y

---

<sup>15</sup> CGAP (2007): *Los procesos de decisión de las IMF sobre la estructura de capital: por un enfoque más metódico y mejor pensado*. Reseña, agosto.

<sup>16</sup> Dieckmann, R. (2007): *Microfinance: An emerging investment opportunity*. Deutsche Bank Research. Frankfurt. December.

Desarrollo (BERD), Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) y la Development Credit Authority (DCA) de la Agencia de los EEUU para el Desarrollo Internacional (USAID).

En general, el principal criterio de selección de Instituciones Microfinancieras, análisis y seguimiento de las inversiones, no es comercial, aunque en realidad se opta por aquellas entidades de menor riesgo, es decir, las que están reguladas y son de mejor calidad. Y los nuevos inversores que se incorporan por el desarrollo de una política socialmente responsable, finalmente también presentan una orientación pro-comercial. El destino de la mayoría de los flujos de inversión (87 por ciento) va primordialmente Latinoamérica, siendo Perú uno de los principales receptores; a Europa del Este y a Asia Central (fundamentalmente vía Instituciones Financieras Internacionales), coincidiendo con las zonas donde hay más instituciones reguladas. En África, las Instituciones Microfinancieras se siguen nutriendo de capitales procedentes de cooperantes y en la zona occidental incluso predomina la financiación a través del ahorro de su miembros<sup>17</sup>.

Por último, la inversión se concentra en Instituciones Microfinancieras autorizadas y reguladas por las autoridades bancarias del país y las que presentan menores riesgos. Sus propias características como gran tamaño, madurez y menor riesgo que el resto las hacen más atractivas, calculándose que tan sólo 115 Instituciones Microfinancieras de las miles que hay en funcionamiento podrían ser objeto de inversión extranjera en forma de participaciones de capital debido a su situación jurídica, nivel de rentabilidad y tamaño<sup>18</sup>. De este modo, se produce un acaparamiento por parte de aquellas instituciones, atrayendo el 82 por ciento de la inversión extranjera.

En definitiva, el perfil de los grandes inversores en Instituciones Microfinancieras es extranjero, proviene fundamentalmente del sector público, tiene una orientación estratégica de largo plazo, con enfoque social, neutralmente político, con bastante experiencia técnica y con conocimientos del sector de las microfinanzas. Sus preferencias se centran en las Instituciones Microfinancieras reguladas y autorizadas por las autoridades financieras del lugar y de bajo riesgo en las zonas por orden de Latinoamérica, Europa del Este y Asia Central, concentrando el capital en muy pocas instituciones (Ivatury y Abrams, 2005).

## **5. DEBATES ABIERTOS SOBRE LA INVERSIÓN EN EL SECTOR MICROFINANCIERO.**

El desarrollo del sector microfinanciero ha acentuado el principal debate abierto sobre su verdadero objetivo. La entrada de nuevos inversores de carácter más comercial o incluso especulativo, supone una presión a las instituciones microfinancieras en las que la búsqueda de una rentabilidad financiera puede dejar en segundo plano la rentabilidad social. El telón de fondo está los altos tipos de interés que se cobran a los microprestamistas cuyo nivel socioeconómico es muy bajo, lo que pone en tela de juicio la

---

<sup>17</sup> CGAP (2004): *Foreign Investment in Microfinance: Debt and Equity from Quasi-Commercial Investors*. Focus Note n° 25, January.

<sup>18</sup> Kaddaras y Rhyne (2004): *Characteristics of Equity Investment in Microfinance*, Council of Microfinance Equity Funds.

mercantilización de esta actividad. En cualquier caso, el interés de los nuevos inversores es indudable porque estas instituciones presentan un perfil de riesgo-rentabilidad muy atractivo por la estabilidad de la rentabilidad financiera que presentan, la reducida tasa de morosidad<sup>19</sup> e incluso, por la baja correlación con los otros activos financieros<sup>20</sup> y el ciclo económico<sup>21</sup>. En este sentido, la actual crisis económica y financiera global supondrá una prueba para las instituciones microfinancieras, sobre todo de aquellas que han acudido a nuevas vías de financiación, y servirá para evaluar el verdadero interés de los nuevos inversores.

La misión inicial de las Instituciones Financieras Internacionales era apoyar el desarrollo sostenible del sector privado en los países en desarrollo y aportar financiación a las microfinanzas desde finales de los 90. Actualmente han mejorado su cartera de productos con préstamos cuasicomerciales, participaciones de capital y garantías a las Instituciones Microfinancieras, y están creando competitividad entre los inversores, al ofrecer tasas de interés más bajas y condiciones más flexibles. No obstante, estas condiciones para la captación de capital deben suponer un reto para la competitividad del sector privado y no una barrera de entrada que desincentive a la presencia del mismo en estas instituciones<sup>22</sup>. Así pues, las instituciones públicas tendrían que ir apostando por aquella otra parte de sector microfinanciero donde hay mayores riesgos e ir dejando paso a los inversores privados en la parte del sector más desarrollada y regulada. De este modo, retomarían su papel inicial de seguir abriendo el camino a la iniciativa privada en este sector, siendo un catalizador y no un sustituto o competidor como actualmente está ocurriendo. Así, se impone la necesidad de hacer un reenfoque en la toma de decisiones internas de las Instituciones Financieras Internacionales basadas en muchos casos en un criterio de presupuesto que hay que agotar y que opta por las opciones más seguras<sup>23</sup>.

En definitiva, se trata de que el sector público y el privado se complementen para fomentar la existencia de nuevas fuentes de financiación para las IMFs, ya que ello les reportaría importantes ventajas. En primer lugar, incrementaría sus posibilidades de endeudamiento como entidad, con lo que se potenciaría su crecimiento, y favorecería la cantidad y calidad de los servicios microfinancieros que ofrecen; y en segundo lugar, mejoraría su poder de negociación al incrementarse sus oferentes de recursos financieros, de manera que se reduciría el coste de sus deudas, aumentaría el plazo de vencimiento de las mismas, y mejoraría su estructura financiera, al quedar diversificado su pasivo entre numerosas fuentes de financiación.

---

<sup>19</sup> El banco Grameen tiene una tasa de morosidad del 0,4 por ciento.

<sup>20</sup> Walter, I. and Krauss, N.A. (2008): *Can Microfinance Reduce Portfolio Volatility?* Working Paper. <http://ssrn.com/abstract=943786>

<sup>21</sup> González, A. (2007): *Resilience of Microfinance Institutions to National Macroeconomic Events: An Econometric Analysis of MFI Asset Quality*. Microfinance Information Exchange. MIX Discussion Paper No. 1 July

<sup>22</sup> Abrams, J. and Stauffenberg, D. *Role Reversal. Are Public Development Institutions Crowding Out Private Investment in Microfinance?* MicroRate, MF Insights, February 2007

<sup>23</sup> Rosenberg, R. (2006): *Aid Effectiveness in Microfinance: Evaluating Microcredit Projects of the World Bank and the United Nations Development Programme*. Focus Note n. 35. Washington, D.C.. CGAP,

## **Bibliografía**

Business Week (2007): *Microfinance Draws Mega Players. Where Venture Capital Never Ventured Before*. July 9.

CGAP (2004): *Foreign Investment in Microfinance: Debt and Equity from Quasi-Commercial Investors*. Focus Note n° 25, January.

CGAP (2007): *Los procesos de decisión de las IMF sobre la estructura de capital: por un enfoque más metódico y mejor pensado*. Reseña, agosto.

Daley-Harris, S. (2009): *Campaña de la Cumbre del Microcrédito 2009*. Campaña de la Cumbre de Microcrédito. Washington.

Deshpande, R.; Nestor, C. y Abrams, J. (2007): *Los procesos de decisión de las IMF sobre la estructura de capital: por un enfoque más metódico y mejor pensado*. CGAP y Graemeen Foundation. CGAP Reseña, agosto.

Dieckmann, R. (2007): *Microfinance: An emerging investment opportunity*. Deutsche Bank Research. Frankfurt. December.

Dieckmann, R. (2007): *Microfinance: An emerging investment opportunity*. Deutsche Bank Research. Frankfurt. December.

Dieckmann, R.(2007): *Microfinance: an attractive dual return investment opportunity*. The Capco Institute. The Journal of Financial Transformation.

DiLeo, P. and FitzHerbert, D. (2007): *The Investment Opportunity in Microfinance*. Grassroots Capital Management, LLC.

European Investment Forum (2007): *European Socially Responsible Investment Study 2006*. Paris. CGAP, *Public Investor Microfinance Portfolio*, November 2006.

Goodman, P. (2003): *International Investment Funds: Mobilising Investors towards Microfinance*. Appui au Développement Autonome. November. Luxemburg.

Ivatury, G. y Abrams, J (2005): *El mercado para la inversión extranjera en el sector de las microfinanzas: oportunidades y desafíos*. CGAP Enfoques n° 30, agosto.

Kaddaras y Rhyne (2004): *Characteristics of Equity Investment in Microfinance*, Council of Microfinance Equity Funds.

Lacalle, M.C. (2008): *Microcréditos y pobreza*. Ediciones Turpial. Madrid.

Reille, X. and Sananikone, O. (2007): *Microfinance Investment Vehicles*. CGAP Brief, April.

Reille, X. and Forster, S. (2008): *Foreign Capital Investment in Microfinance. Balancing Social and Financial Return*. CGAP, the Consultative Group to Assist the Poor. Focus Note n° 44, February 2008

Social Investment Forum (2008): *Report on Socially Responsible Investment Trends in the United States*, Washington.